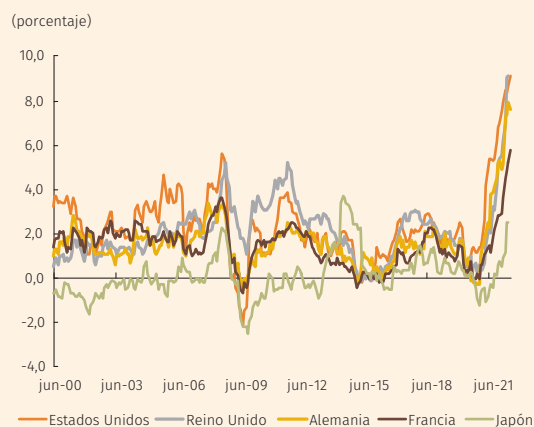


Sombreado 1

La inflación como fenómeno global

Gráfico S1.1
Inflación anual al consumidor



Fuente: Data License, Bloomberg.

En meses recientes se ha observado un incremento generalizado de la inflación, asociado tanto a factores de oferta como de demanda, lo que la ha llevado a niveles no observados en las últimas décadas (Gráfico S1.1). Muchos países han registrado aumentos en su nivel de precios de forma acelerada, a ritmos muy por encima de sus metas de inflación, lo cual, sumado a incrementos en las expectativas de inflación, ha creado retos importantes para los bancos centrales.

Las razones que explican este incremento en el nivel de precios son múltiples. La presencia de interrupciones en las cadenas globales de suministro¹ ha provocado restricciones en la oferta mundial. Las afectaciones a las cadenas productivas de muchos bienes han generado escasez o retrasos en diferentes casos, dando lugar a presiones de precios por el lado de la oferta. Además, la evolución de los mercados laborales constituye otro factor importante en términos de las presiones inflacionarias en algunos países, pues la dinámica de la demanda de trabajadores no ha estado acompañada por una expansión proporcional de su oferta y se han presentado fuertes incrementos en los salarios, lo que genera presiones de costos y aumentos en la inflación. La invasión de Rusia a Ucrania y la incertidumbre asociada con la misma han amplificado las presiones de precios, debido a los recientes incrementos que resultan del precio de las materias primas, el gas, la energía y los fertilizantes². Los precios de los alimentos³, por ejemplo, han sido afectados en gran medida por estas restricciones de oferta.

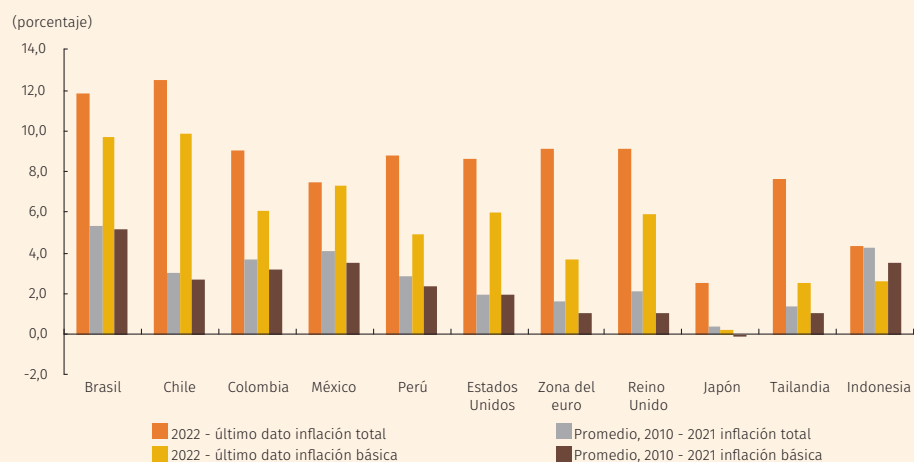
Por otra parte, la recuperación económica después de la contracción significativa derivada de las restricciones de movilidad por la pandemia ha generado presiones de demanda que naturalmente impulsan los precios. Los efectos de la llamada “demanda represada” han implicado aumentos significativos del consumo privado, apalancados en el ahorro que forzosamente hicieron los hogares en la pandemia. Igualmente, las medidas contracíclicas adoptadas por los países para enfren-

- 1 Un ejemplo de esto son las restricciones y congestión en algunos puertos, además de la escasez de contenedores, que causaron un aumento en los costos de los fletes. De acuerdo con el índice de fletes de contenedores del Shanghai Shipping Exchange, el costo de los fletes aumentó 77% durante 2021. Este índice está compuesto por el costo de envío de contenedores en quince rutas que parten desde el puerto de Shanghai.
- 2 Entre julio de 2021 y junio de 2022, el precio internacional del petróleo WTI aumentó 47% y el del gas 37%. Además, de acuerdo con el índice global de fertilizantes del FMI, el precio de estos bienes había aumentado un 75% entre junio de 2021 y mayo del presente año.
- 3 De acuerdo con el índice de precios de alimentos de la FAO, entre mayo de 2021 y mayo de 2022 el precio internacional de la carne aumentó 13,6%, el de los lácteos un 16,9%, y el índice agregado de alimentos un 22,8%.

tar los impactos recesivos de la pandemia, tanto en el frente monetario como fiscal, también han presionado la demanda.

Los choques anteriores han llevado a que la inflación se ubique por encima de la meta de las autoridades monetarias en varias economías, en un entorno de mayor volatilidad. Aunque los precios de la energía y los alimentos explican una parte significativa del aumento en la inflación total global, la inflación básica, que excluye los precios de esos bienes, también ha presentado incrementos significativos (Gráfico S1.2).

Gráfico S1.2
Inflación total e inflación básica



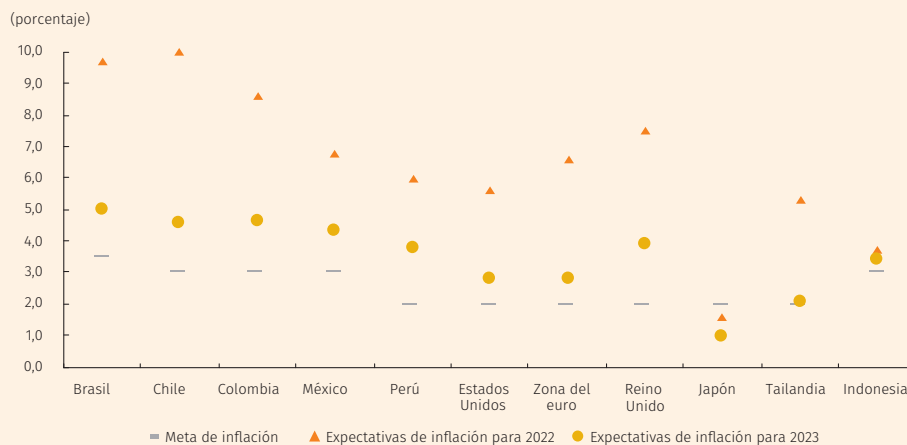
Fuentes: Bancos centrales y oficinas de estadísticas. La inflación básica excluye los precios de los alimentos y la energía.

En este contexto, la inflación en varias economías ha alcanzado los niveles más altos en décadas. En los Estados Unidos la inflación anual observada en junio (9,1%) fue la más alta en los últimos cuarenta años, al igual que en el Reino Unido, donde la inflación (9,1%) también ha alcanzado máximos no registrados hace cuatro décadas. Asimismo, en economías emergentes el crecimiento del IPC ha llegado a niveles históricamente altos. En Colombia se ha alcanzado el nivel de inflación más alto en 21 años, al igual que en México. En Brasil ha llegado a niveles no vistos en los últimos 26 años y en Chile se ha registrado la inflación más alta en 28 años.

Además de la inflación observada, las expectativas de inflación también han aumentado por encima de la meta de los bancos centrales (Gráfico S1.3). En este contexto, los bancos centrales han ajustado su política con el fin de moderar la demanda agregada y retornar las expectativas de inflación a niveles consistentes con sus metas, y así evitar un desanclaje de las expectativas, lo que dificultaría la convergencia de la inflación a la meta.

Aunque inicialmente se consideraba que el aumento de la inflación era de carácter transitorio y determinado principalmente por factores de oferta, su persistencia ha sido mayor de la esperada y se han materializado choques de oferta adicionales. Este panorama plantea perspectivas difíciles y supone retos para los formuladores de política monetaria. A pesar de que la inflación actual es un fenómeno global, existen algunas diferencias en su composición entre regiones.

Gráfico S1.3
Expectativas de inflación



Fuente: Focus Economics. Para economías con rangos como objetivos de inflación se grafica el punto medio de ese rango

1. Algunas diferencias en los determinantes de la inflación entre regiones y países

Si bien se observa un aumento generalizado de la inflación en la mayoría de las economías, que se explica, en parte, por fenómenos globales comunes, existen otros choques detrás de este comportamiento cuya naturaleza difiere entre regiones y su impacto es heterogéneo entre países.

Tras el inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania, Europa ha sido la región más afectada de forma directa. Esta situación ha supuesto un choque sobre los costos de la energía, siendo este el factor que más ha contribuido recientemente al incremento de los precios. Asimismo, las sanciones internacionales impuestas a Rusia también han agravado las interrupciones sobre las cadenas de suministro de insumos intermedios que venían de la pandemia, lo que supone afectaciones en sectores como el agrícola y el de las manufacturas. Además, el crecimiento de los precios de la vivienda por cuenta de la pandemia ha sido otro de los factores que ha presionado los precios al alza mediante su impacto en los arrendamientos⁴. Al cierre de 2021 la inflación en la zona del euro fue del 2,6%, mientras que la de las economías europeas emergentes se ubicó en un 9,7%, después de haber registrado mínimos históricos en 2020. Para 2022, de acuerdo con pronósticos del FMI, se prevé que la inflación de la zona del euro alcance el 6,6% y que para varias economías emergentes de esa región se registren cifras de dos dígitos al cierre del año⁵.

En Asia, hasta el momento, la inflación ha permanecido contenida (1,7% en 2021 y 3,3% en junio de 2022) gracias a unos bajos precios de los alimentos, especialmente del arroz, y a una recuperación económica moderada. La reacción que han tenido los países asiáticos por los recientes rebotes de la pandemia ha afectado fuertemente el consumo privado, lo que ha generado un entorno de excesos de oferta que ha mantenido la inflación en niveles bajos. No obstante, el incremento generalizado de los precios mundiales de los productos básicos supone un riesgo al alza para la inflación.

4 En algunos países se han dado altos crecimientos de los precios de la vivienda a causa, principalmente, de unas amplias condiciones financieras.

5 Véase, por ejemplo: <https://blogs.imf.org/2022/04/19/war-dims-global-economic-outlook-as-inflation-accelerates/>

Esto es especialmente relevante para las economías emergentes asiáticas, pues son en su mayoría importadoras netas de estos bienes, por lo que un aumento de sus precios afectaría negativamente sus términos de intercambio. Sin embargo, un factor que podría estar mitigando estas presiones es el incremento observado de las importaciones de petróleo ruso en algunos países como China e India a un precio descontado, dadas las sanciones impuestas a Rusia. Por su parte, el resurgimiento de contagios por Covid-19 en China ha supuesto nuevas interrupciones de oferta. Las medidas impuestas para mitigar la transmisión del virus, a través de su estrategia de cero Covid, podrían resultar en afectaciones significativas de las cadenas de suministro tanto para la región como para el mundo. En este contexto, se espera que la inflación de las economías emergentes asiáticas alcance el 3,4 % en 2022, según las cifras reportadas por Focus Economics. Para las economías avanzadas asiáticas se espera una inflación del 2,7% para este año, de acuerdo con los datos más recientes publicados por el FMI.

En el caso de las economías avanzadas de América, en junio los Estados Unidos registró una tasa de inflación del 9,1% y Canadá del 7,7%, sus tasas más altas en décadas. La dinámica inflacionaria en estos países se explicaría principalmente por el comportamiento de los precios de la energía y de la vivienda. En los próximos meses se espera que la inflación disminuya en ambos países y que al cierre de 2022 se ubique en cerca del 5,6% en Canadá y por encima del 7% en los Estados Unidos.

En las economías emergentes de la región desde el año pasado se observa una tendencia al alza de la inflación, principalmente como consecuencia de factores de oferta, en un entorno de recuperación económica y de endurecimiento de las condiciones financieras externas. La mayoría de los países de la región han enfrentado fuertes presiones al alza en la inflación por cuenta de los incrementos de los precios internacionales de los alimentos y, en algunas economías importadoras de petróleo, por fuertes aumentos en los componentes de energía. Algunos de los países de la región experimentaron afectaciones climáticas y efectos de la indexación, lo que ejerció presiones sobre los precios. Así, a finales de 2021 la inflación total se ubicó por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías. Por país, el aumento de los precios de los alimentos para México, Colombia y Perú, y de los precios de la energía y el petróleo para Brasil y Chile, han sido los determinantes principales de la inflación. Lo anterior en un contexto de fuerte recuperación de la demanda interna en países como Chile y Colombia, y de presiones cambiarias y en el costo de financiamiento externo dado el inicio del ajuste en la política monetaria global. Para 2022 se prevé que la inflación de los países de la región permanezca por encima de las metas de los bancos centrales, ubicándose en el 11,2% al cierre del año, según las más recientes proyecciones del FMI. Colombia, Brasil, Chile, Perú y México finalizarían el año con una inflación entre el 5,5% y el 8,2%.

En un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales por el ajuste de la política monetaria en los países avanzados y una alta aversión global al riesgo, la apreciación del dólar puede generar presiones inflacionarias adicionales en estas economías. Estas presiones cambiarias podrían ser más acentuadas para países con desbalances fiscales y de posición externa importantes.

La situación fiscal puede explicar incrementos de la inflación. Las restricciones iniciales para evitar los contagios al inicio de la pandemia generaron una contracción en la actividad económica sin precedentes, erosionando los ingresos tributarios. Los gobiernos respondieron con medidas contracíclicas para apoyar a las empresas y los hogares durante 2020, lo que causó un aumento del déficit fiscal y del saldo de deuda global, que alcanzó un máximo histórico del 256 % del PIB⁶. Las economías avanzadas desplegaron grandes paquetes de apoyo fiscal, con un déficit promedio

6 Fuente: <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>

entre 2019 y 2020 del 10 % del PIB. Por su parte, en los mercados emergentes también se observó un aumento del déficit fiscal y del saldo de la deuda, tanto en Asia como en Latinoamérica. La persistencia de altos niveles de endeudamiento público eleva la percepción de riesgo sobre estos países e implica mayores costos de financiamiento externo para las economías, con consecuentes impactos al alza sobre las tasas de cambio y los precios y las expectativas de inflación. Por su parte, el deterioro del balance externo a través de unos mayores niveles de déficit en la cuenta corriente de las economías emergentes es reflejo también de presiones de demanda y de desbalances entre ahorro e inversión que pueden, a su vez, jalonar mayores presiones inflacionarias.

2. Respuesta de los bancos centrales ante las presiones inflacionarias

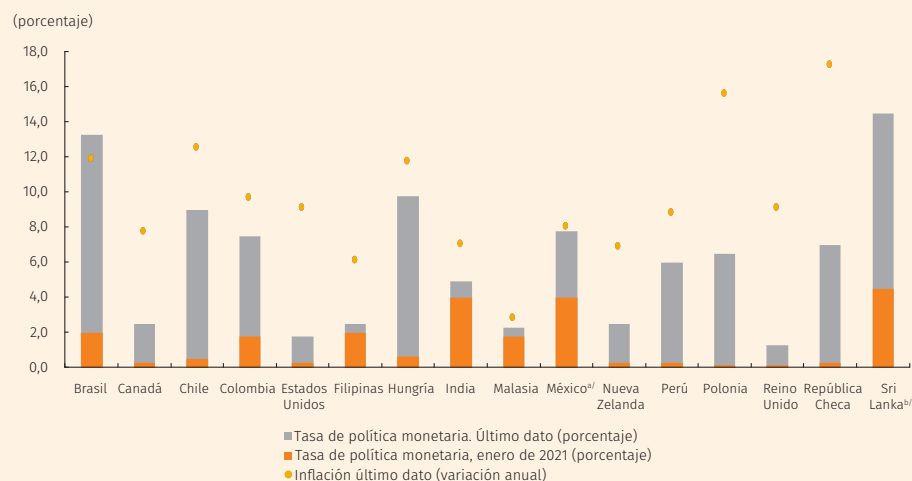
En el caso de las economías avanzadas, los bancos centrales ya han empezado con la fase de normalización monetaria tanto con la reducción gradual de sus hojas de balance como mediante incrementos en las tasas de interés. La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá son algunos de los bancos centrales que se encuentran realizando un proceso de reducción del suministro de liquidez mediante el ajuste de sus hojas de balance. En términos de las tasas de interés, los bancos centrales de las economías avanzadas han incrementado sus tasas de referencia de manera continua. La magnitud de los aumentos se ha ubicado entre los 25 pb y los 175 pb desde el inicio del proceso de endurecimiento de la política monetaria en 2021 (Gráfico S1.4). Estados Unidos y Nueva Zelanda se encuentran dentro de los países de este grupo que han incrementado en mayor medida sus tasas de interés (Gráfico S1.4).

En el caso de los mercados emergentes, el proceso de normalización de la política monetaria comenzó más temprano que el de las economías avanzadas. Dadas las presiones en los precios internacionales y su mayor sensibilidad ante cambios en las condiciones financieras globales, la magnitud de los incrementos de las tasas de interés de referencia ha sido mayor en las economías emergentes. Asimismo, el ritmo de normalización se ha acelerado en los últimos meses, al reflejar las recientes dinámicas de la inflación y sus expectativas en estos países. Desde el inicio del ajuste, la mayoría de estas economías ha registrado incrementos importantes en sus tasas de interés de política, no obstante, este proceso ha sido más heterogéneo que el de las economías avanzadas.

En Latinoamérica, Brasil y Chile se encuentran dentro del grupo de países que más han subido las tasas de interés, con un aumento de 1.125 pb y 850 pb desde marzo y julio de 2021, respectivamente. Los bancos centrales de Colombia y Perú, por su parte, han subido sus tasas de referencia en 575 pb cada uno desde el segundo semestre de 2021. En cuanto a las economías emergentes de Europa, la magnitud de los incrementos de las tasas de política monetaria ha superado los 300 pb en la mayoría de los países, siendo Hungría uno de los que ha efectuado un mayor ajuste, con un incremento de 915 pb desde que inició su proceso de normalización el año pasado. El caso de las economías emergentes asiáticas ha sido diferente, debido a que no han experimentado fuertes presiones inflacionarias. Por esta razón, las autoridades monetarias de la mayoría de estos países no han iniciado sus procesos de ajuste monetario o han incrementado las tasas de interés de manera más gradual (90 pb o menos), con excepción de Sri Lanka, cuyo ajuste ha sido de 1.000 pb desde agosto de 2021, cuando empezó su proceso de normalización monetaria (Gráfico S1.4).

Este panorama plantea retos para las autoridades monetarias en un contexto de recuperación económica y alta incertidumbre. El principal desafío para los formuladores de política está asociado con la calibración del ajuste monetario en términos del momento y la magnitud. Un ajuste demasiado lento o insuficiente implica el riesgo de transitar a un régimen de inflación alta, cuya reversión futura puede ser muy costosa. Un ajuste demasiado rápido o fuerte implica el riesgo de una desaceleración excesiva de la economía o, incluso, una recesión. Las acciones y la clara comunicación por parte de los bancos centrales deben reforzar su credibilidad para

Gráfico S1.4
Tasa de política monetaria (enero de 2021 - último dato) y
tasa de inflación



a/ El periodo de referencia para México inicia en febrero de 2021.

b/ La tasa de inflación de Sri Lanka en junio fue de 54,6%.

Fuente: Bancos centrales.

mantener ancladas las expectativas de inflación en la meta y reducir la tendencia al alza de la inflación al menor costo posible en términos de actividad económica presente y futura. Asimismo, la coordinación con la autoridad fiscal resulta fundamental para asegurar un ajuste ordenado y la convergencia de la inflación a su nivel objetivo.